UNA PROPUESTA DE REFORMA MONETARIA PARA ACABAR CON LA HIPERINFLACION

Por: OSCAR DANCOURT*
ALBERTO ESPEJO
FARID MATUK
WALDO MENDOZA
ALAN FAIRLIE

Serie Documentos de Trabajo No 90
Julio, 1990

* Profesores del Departamento de Economía de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

Agradecemos el apoyo financiero de la IDRC para la realización de esta investigación.

Una Propuesta de Reforma Monetaria para Acabar con la Hiperinflación

Oscar Dancourt
Alberto Espejo
Farid Matuk
Waldo Mendoza
Alan Fairlie

A. Introducción.

Esta propuesta intenta dar una solución operativa a la imperiosa necesidad de terminar con la hiperinflación que azota a la economia peruana desde setiembre de 1988. En nuestra opinión, sólo se han planteado dos formas de enfrentar esta cuestión.

La primera opción implica una secuencia precisa. Primero, se corrigen los precios relativos a traves de un shock inflacionario (un paquetazo) que intente elevar el tipo de cambio real y los precios públicos reales. Luego, se congelan el tipo de cambio nominal y los precios públicos nominales para terminar con la hiperinflación. El supuesto básico de esta propuesta es que la hiperinflación peruana no tiene inercia o, que si alguna tiene, ésta es absolutamente marginal

Este supuesto es el que garantiza que la "inflación correctiva" -la desatada por el shock destinado a corregir los precios relativos- sólo sera transitoria (durará unas pocas semanas). Este supuesto equivale a afirmar que el sistema de precios y salarios de la economia peruana está, para todo efecto practico, íntegramente dolarizado.

Por el contrario, el supuesto básico de la segunda opción es que la hiperinflación tiene todavía un fuerte componente inercial o, en otros términos, que el grado de dolarización del sistema de precios y salarios es muy reducido todavía. Esto implica que el shock inicial para corregir precios relativos que se plantea en la primera opción, acarreará una elevación permanente de la tasa de inflación; a pesar de la congelación post-shock del tipo de cambio y los precios públicos. Tarde o temprano, esto obligará a un nuevo shock para intentar otra vez la corrección de precios relativos y, por tanto, a un nuevo salto permanente de la tasa de inflación. Hace una década y media que estamos presos de este círculo vicioso.

El reconocimiento de este componente inercial obliga a que la segunda opción plantee una secuencia inversa. Primero se termina con la hiperinflación. Y luego, se corrigen los precios relativos. Esto es, se requiere liquidar la inercia como paso previo para poder corregir los precios relativos. La reforma monetaria es el modo de liquidar la inercia.

La otra idea clave de la segunda opción, es que la distorsión de precios relativos no es una causa sino una consecuencia de la hiperinflación misma. Esta distorsión de los precios relativos resulta del surgimiento del riesgo cambiario incorporado en los precios privados y de la existencia de una distinta flexibilidad de los precios nominales para reajustarse más o menos continuamente. La cuestión es que el fin de la hiperinflación es una condición necesaria para que desaparezca el riesgo cambiario y, por tanto, para la correción de los precios relativos.

Existen, pues, dos opciones para terminar con la hiperinflación cuya diferencia radica en la secuencia: o primero se corrigen los precios relativos, o primero se liquida la inercia. En última instancia, la diferencia es de diagnóstico: cual es el grado de desarrollo de la dolarización del sistema de precios y salarios. Nuestra propuesta intenta desarrollar operativamente esta segunda opción.

B. Diagnostico.

1. Una hiperinflación es el proceso de destrucción de un sistema de contratos y de la moneda que sobre ellos se erige. La función primaria del dinero es ser el medio en que se expresan los contratos en los mercados de bienes, trabajo y credito, permitiendo así que estos mercados funcionen.

Las economías de mercado no pueden funcionar sin contratos, sin algún dinero en que estos se expresen. Por esta razón, la hiperinflación es también un proceso natural y espontáneo de cambio de moneda. Durante la hiperinflación, la denominación de los contratos pasa gradualmente de una moneda a otra. La hiperinflación es, entonces, una reforma monetaria decretada por el mercado. En el Perú, la moneda debil, el inti, es sustituida por la moneda fuerte, el dólar.

2. Este cambio de moneda ocurre a traves de una profunda transformación de la conducta de los distintos agentes económicos cuya razón última es protegerse de la inflación.

Los propietarios de riqueza huyen del inti y se refugian en el dólar buscando un depósito de valor cuyo poder de compra sea suficientemente estable en el tiempo. Los empresarios fijan sus precios en dólares para evitar la descapitalización de sus empresas. Los bancos prestan, aceptan depositos, y mantienen sus fondos líquidos en dólares para defenderse de la hiperinflación. Los trabajadores presionan por reajustar sus salarios de acuerdo a la inflación pasada, en periodos cada vez más cortos, intentando evitar que sus salarios reales bajen.

De esta manera, el dinero nacional pierde progresivamente sus funciones de depósito de valor, unidad de cuenta y, en las hiperinflaciones más agudas, de medio de cambio.

3. Pero este cambio de moneda en una economía de mercado es necesariamente un proceso desorganizado, no coordinado. Unos se dolarizan primero que otros, unos se protegen de la inflación mejor que otros. De esta manera, ocurren profundas y arbitrarias redistribuciones del ingreso y de la riqueza y, la especulación termina imponiéndose sobre la producción. La sociedad de mercado pierde legitimidad económica y se destruye cualquier consenso distributivo previamente existente, agudizandose los conflictos sociales.

Si el dinero nacional es rechazado también como medio de cambio, puede ocurrir además una completa paralización del sistema de producción y comercialización, ya que los mercados no tendran precios en moneda nacional.

4. La raíz del comportamiento patológico de la economía peruana está en la hiperinflación en curso. Una reforma monetaria espontánea está ocurriendo: el inti es sustituido por el dólar como unidad de cuenta y depósito de valor.

La esencia del problema no reside en la estructura de precios relativos, ni en el déficit fiscal, ni en la balanza de pagos. En la visión convencional se considera que la hiperinflación resulta de las distorsiones de precios relativos (tipo de cambio real y precio público real) que generan la brecha externa y la brecha fiscal. El déficit fiscal explica el incremento de la cantidad de dinero que, a su vez, determina la continua elevación de los precios. Y la brecha externa provoca la caída de las reservas de divisas del banco central. Para ese modelo, las consecuencias de la hiperinflación son analizadas como si fuesen sus causas.

Una visión adecuada sobre la hiperinflación debería tomar en consideración que la hiperinflación misma es quien produce esas brechas:

a) Un factor determinante del déficit fiscal es la fuerte contracción de la recaudación tributaria real, causada por la hiperinflación via el efecto Olivera-Tanzi, a pesar de los esfuerzos realizados para indexar los tributos, para recortar el periodo que media entre el momento en que se incurre en el impuesto y el momento en que éste se cobra, y para crear nuevos tributos. Si se quiere elevar la recaudación tributaria real, es indispensable cobrar los tributos en una moneda de valor estable; es decir, hay que terminar con la hiperinflación.

b) Respecto a la brecha externa, el problema es similar. Incluyendo las exportaciónes de coca, la balanza de pagos es superavitaria. Si el sector privado no atesorase dólares para protegerse de la hiperinflación, este superávit incrementaría automáticamente las reservas oficiales de divisas. En la actualidad, este superávit aumenta básicamente las tenencias del sector privado, de tal manera que todos los agentes económicos poseen dólares, menos el BCR. Si se eliminara la hiperinflación, el BCR podria reconstituir sus reservas comprando los dólares atesorados por el público y los que provienen del superávit de balanza de pagos existente. Pero, mientras no exista una moneda nacional fuerte, el público seguira atesorando dólares.

c) Por último, las distorsiones de precios relativos son también consecuencia de la hiperinflación. Hoy día, la hiperinflación tiene un fuerte contenido inercial, esto es, la inflación actual se explica en buena parte por la inflación pasada.

Esta inercia inflacionaria está basada en dos pilares. Primero, en la indexación de los contratos (de precios y salarios) a la inflación pasada con el proposito de mantener el valor real de los mismos. (Objetivo que sólo se alcanza si la tasa de inflación se mantiene constante). Segundo, en la desincronización del vencimiento de estos contratos de tal modo que el reajuste de los diversos precios es secuencial. Esto implica que siempre coexisten precios relativos retrasados y adelantados. Y que el reajuste de los precios atrasados convierte a los precios adelantados en precios retrasados, generandose la necesidad de nuevos reajustes de precios y así, sucesivamente.

En estas circunstancias, si se deseara elevar algún precio real, ello implicaría necesariamente reducir el periodo de indexación de ese precio (el lapso que transcurre entre dos reajustes sucesivos) y/o sobreindexarlo a la inflación pasada. Si esto se lograra, el resultado sería que la tasa de inflación subiría y el resto de precios relativos caería; siempre y cuando el resto de precios mantuviese constante su periodo de indexación y/o no se sobreindexasen. Sin embargo, la caída de estos precios reales inducirá al recorte de sus periódos de indexación y/o su sobreindexación, con lo cual tendera a reestablacerse la estructura de precios relativos anterior pero a una tasa de inflación mayor.

En este caso, la distorsión de precios relativos sólo puede resolverse a costa de una continua aceleración de la inflación. Lógicamente, tenderán a deteriorarse aquellos precios relativos que tengan una menor flexibilidad (debido a razones económicas o extraeconómicas) para recortar sus periodos de reajuste o para sobreindexarse. Y, a través de estos cambios de precios relativos se alterará la distribución del ingreso entre beneficios y salarios, entre sector público y sector privado, entre campo y ciudad, etc.

5. La lección de la historia de las hiperinflaciones es que el fin de estas sólo se hace posible cuando la inercia desaparece. Y esta inercia se extingue cuando la reforma monetaria espontánea está practicamente completa, es decir, cuando todos los contratos han dejado la moneda débil y están ya denominados en la moneda fuerte elegida por el mercado (usualmente una moneda de curso internacional como el dólar). Cuando se ha llegado a esta fase de la hiperinflación, los precios están sincronizados con el dólar. En esta situación, la hiperinflación termina cuando el precio de la moneda debil se fija en términos de la moneda fuerte y se garantiza su convertibilidad en el mercado a esa tasa de cambio. Pero, si todavía prevalece la inercia no existe paquetazo, shock o "realineamiento" de precios relativos ni fijación del tipo de cambio capaz de llevar a cabo este abrupto fin de la hiperinflación.

6. Cuando los precios se dólarizan, estos sufren un recargo adicional por el riesgo cambiario. Este riesgo cambiario se genera porque la moneda nacional (que se devalúa diariamente) permanece como el medio de cancelación de los contratos, mientras los contratos mismos están denominados en dólares. El riesgo cambiario se expresa, por ejemplo, en que hay descuentos de precios, si los bienes se pagan en dólares en vez de pagarlos en intis.

Esto explica que, usualmente, las distorsiones de precios relativos se hayan resuelto despues del fin de la hiperinflación, ya que el riesgo cambiario incorporado en los precios privados desaparece con la estabilización del tipo de cambio. Y es el surgimiento de este riesgo cambiario (además de la diferente flexibilidad de los distintos precios para recortar sus periódos de indexación) lo que permite entender que tanto los precios públicos, los salarios como el tipo de cambio hayan caído en términos de precios privados modernos, en el último periodo de la hiperinflación en nuestro país.

7. En suma, la continuación de la hiperinflación en nuestro país se explica porque la reforma monetaria conducida por el mercado no ha terminado aún. Instituir una moneda nacional fuerte, que encauce y oriente este proceso espontáneo en curso, es el elemento fundamental de nuestra propuesta para terminar con la hiperinflación en el Perú.

C. Propuesta.

La cuestión es como aprovechar la fuerza de esa reforma monetaria que está realizando el mercado, para lanzar una reforma monetaria conducida por el estado que: a) termine con la hiperinflación, b) cree una moneda nacional fuerte que permita simultáneamente remonetizar la economía y reconstituir las reservas de divisas del BCR y, c) evite los altos costos económicos y sociales asociados al desarrollo natural de la hiperinflación. Esta reforma monetaria tendrá dos etapas:

1. Primera etapa

El objetivo de esta fase de la reforma monetaria es liquidar la inercia inflacionaria mediante la creación de una nueva moneda, el amaru, que sólo cumple las funciones de unidad de cuenta y de depósito de valor. El inti, al final de esta fase, sólo cumplirá la función de medio de cambio. La duración de esta fase depende de dos factores: primero, de la extensión promedio del periodo de indexación de los contratos salariales (alrededor de 3 meses) y, segundo, de la velocidad con que los precios privados pasen a cotizarse en la nueva moneda.

a) El día D el banco central creará la nueva moneda, el amaru, cuya tasa de cambio será igual a un dólar, y cuyo precio en intis se reajustará de acuerdo con el tipo de cambio del sistema bancario del día anterior.

b) A partir del día D los siguientes contratos estarán obligatoriamente denominados en amarus:

SECTOR PUBLICO

1. Los impuestos.
2. Los precios de bienes y servicios públicos.
3. Los salarios del sector público, las pensiones de jubilación y el salario mínimo legal.

BANCA COMERCIAL, ASOCIADA Y DE FOMENTO

1. Los depósitos de ahorro y a plazo fijo.

BANCO CENTRAL DE RESERVA

1. El encaje correspondiente a los depósitos de ahorro y a plazo fijo.
2. Los créditos al sistema financiero.

SECTOR PRIVADO

1. Los salarios de los trabajadores del sector privado; eliminándose todas las restricciones legales que lo impidiesen.
2. Las resoluciones del Ministerio de Trabajo sobre pliego de reclamos y negociaciones colectivas.

c) Como todos estos contratos serán cancelados en intis, aunque estén denominados en amarus, (es decir, indexados al tipo de cambio), conviene reiterar que la tasa amaru/inti relevante sera la del tipo de cambio del sistema bancario del día anterior. En el caso de los precios públicos y los salarios, sugerimos que el reajuste de estos precios en intis, también de acuerdo al tipo de cambio del sistema bancario del día anterior, ocurra quincenal o semanalmente.

d) El banco central procederá a la unificación del sistema cambiario para que todas las operaciones por concepto de cuenta corriente y cuenta de capitales en la Balanza de Pagos sean efectuadas al tipo de cambio bancario.

2. Segunda etapa

Los objetivos de esta fase de la reforma monetaria son: (a) acabar con la hiperinflación fijando el tipo de cambio amaru/intis, y (b) reconstituir las reservas de divisas del banco central.

Los medios para lograr estos objetivos son la introducción del amaru como circulante; una política crediticia sumamente restrictiva y la creación de un bolsín (tipo Bolivia). Si en la primera fase de la reforma monetaria, la cuestión decisiva es la eliminación de la inercia, en esta segunda fase la cuestión decisiva es defender la tasa de cambio amaru/dólar.

El amaru aparecerá como circulante el día F, siendo sus principales fuentes de creación la acumulación de divisas del Banco Central y el canje de intis por amarus.

a) El día F, sin anuncio previo, el banco central fija el tipo de cambio amaru/intis, realizándose el canje de amarus por intis a través del sistema bancario.

b) El día F, sin anuncio previo, el banco central abrirá una ventanilla para cambiar dólares por amarus (ver punto h).

c) El banco central garantizará bajo cualquier cincunstancia la convertibilidad amarus/dólar (uno a uno) y el canje de intis/amarus (a la tasa prefijada).

d) A partir del día F, los exportadores legales estarán obligados a entregar sus divisas al banco central recibiendo a cambio amarus.

e) El día F, el gobierno recibirá del Banco Central, por una sola vez, un crédito en Amarus, que le permita operar regularmente mientras se reconstruye el sistema tributario. (El efecto Olivera-Tanzi de reversa sobre el déficit fiscal deberá ser evaluado cuidadosamente, a fin de determinar el monto de este crédito).

f) El banco central eliminará toda remuneración al encaje del sistema financiero.

g) El banco central eliminará el Fondo para Exportaciones No-Tradicionales.

h) Todas las operaciones de divisas por concepto de comercio exterior serán efectuadas por el Banco Central; el sector privado no financiero tendrá como su intermediario al sistema bancario.

i) Todas las operaciones de divisas por conceptos distintos al de comercio exterior serán efectuadas a través de un mercado cambiario, donde sólo participarán el Banco Central y el sector privado no financiero. La modalidad de este mercado sera la de remate a suma alzada en efectivo.

j) El sector privado financiero está prohibido de participar en el mercado cambiario, así como de mantener activos o pasivos en divisas.

k) La tasa de interés activa será libremente determinada en el sistema bancario. La tasa de interés pasiva será fijada por el banco central.

l) La tasa de encaje, la tasa de interés pasiva y el crédito del banco central al sistema financiero se utilizarán fundamentalmente para defender la convertibilidad amaru/dólar.

D. Comentarios Finales.

El mayor riesgo que corre esta propuesta es que se genere una inflación relativamente alta (más del 30% acumulado durante la primera fase de la reforma monetaria) en la nueva moneda (en amarus o, equivalentemente, en dólares). Si esto ocurre será casi imposible mantener constantes, en amarus, los salarios y los precios públicos. Y es decisivo para el éxito de la propuesta, que estos precios se mantengan constantes en amarus durante la primera fase de la reforma.

Es claro, que tal como está planteada la reforma monetaria, esta inflación en amarus sólo puede originarse en los precios privados. El punto es que existen diversos factores o shocks inflacionarios que pueden elevar sensiblemente estos precios privados en amarus (en dólares).

Los cuatro primeros shocks inflacionarios son, o pueden ser, resultado de la reforma monetaria misma. El primero, y más obvio, es el shock inflacionario derivado de la eliminación del tipo de cambio MUC. Ciertamente, estamos suponiendo que las empresas que compran insumos con dólares MUC no fijan precios valuando sus insumos a dólar libre (el costo de reposición si se espera que el MUC desaparezca). En caso contrario, el impacto inflacionario de la eliminación del MUC puede ser menor.

El segundo shock inflacionario es el shock salarial que puede producirse al sustituir una indexación incompleta (sucia) a la inflación pasada, que es la que rige ahora, por una indexación completa al tipo de cambio. El punto es si la tasa de crecimiento de los salarios nominales se elevará o no al cambiar el sistema de indexación. El resultado depende, entre otras cosas, de si la tasa de devaluación del tipo de cambio libre se acelera o declina al iniciarse la primera fase de la reforma monetaria.

El tercer shock inflacionario puede resultar de la regla de conversión que se utilice en el momento inicial para fijar salarios y precios públicos en amarus. Si, por ejemplo, se intenta duplicar precios públicos y salarios en dólares (en amarus) respecto al promedio que tuvieron, digamos, en los tres meses previos al día D, resulta sensato esperar un gran incremento de los precios privados en dólares (esto es, en amarus).

El cuarto shock inflacionario puede provenir de un incremento sustancial del riesgo cambiario incorporado en los precios privados. De hecho, la existencia del riesgo cambiario implicará una cierta inflación en amarus. Pero lo que aquí se plantea es el peligro potencial de una fuerte elevación de este riesgo cambiario.

En una primera aproximación, este riesgo cambiario (que se suma al mark-up) debe depender de la tasa de devaluación diaria o interdiaria. La cuestión de política económica que se plantea es, entonces, como poner un techo a la tasa de crecimiento del precio del dólar libre para que no ocurra este incremento del riesgo cambiario.

Como durante la primera fase del programa, la tasa de inflación debe converger hacia la tasa de devaluación del dólar libre, poner un techo a esta última es poner un techo a la tasa de inflación. Y es indispensable que la primera fase de la reforma monetaria pueda ocurrir sin una aceleración de la tasa de inflación para poder preservar el rol de medio de cambio del inti.

El punto es que, si no hay reservas de divisas suficientes, la unica manera de intentar poner este techo a la devaluación del tipo de cambio libre es a través de una política crediticia sumamente restrictiva.

El quinto shock inflacionario es exógeno al programa. Es el paquetazo de precios agrícolas que la sequía provocará, si no lo está provocando ya. Creemos que éste es el problema mas grave. El otro aspecto de la sequia es que, entre otras cosas, el campesinado requiere crédito para sobrellevarla.

Por último, queremos referirnos a la cuestión del déficit fiscal. Si todo funciona, la reforma monetaria habrá creado un contexto macroeconómico mínimamente estable que permitirá afrontar las cuestiones del déficit fiscal y de la corrección de los precios relativos en mejores condiciones que las que se presentan ahora, en medio de una hiperinflación.

De un lado, el fin de la hiperinflación implicará un efecto Olivera-Tanzi de reversa que tenderá a reducir el déficit fiscal. De otro lado, la posibilidad de elevar los precios públicos reales (y los salarios reales) sin retornar a la hiperinflación depende de lo que ocurra con el el mark-up (o se reducirá a sus niveles históricos al eliminarse el riesgo cambiario o se mantendrá en el nivel alcanzado durante la hiperinflación). Pueden discutirse los mecanismos alternativos para lograr esto (concertación, apertura selectiva, control de precios); lo que no se puede discutir es el objetivo de reducir el mark-up a su nivel histórico, a fin de elevar precios públicos reales y salario real.

E. Bibliografia.

Arida, P. y Lara-Resende, A. (1986) "Inflación Inercial y Reforma Monetaria: Brasil", en Arida P., "Inflación Cero", Oveja Negra, Colombia.

Lopes, F. (1989) "O Desafio da Hiperinflacao: em busca da moeda real", Campus, Rio de Janeiro.

Keynes, J.M. (1971) "A Tract on Monetary Reform", Collected Writings, vol. IV.

Paredes, C. y Sachs, J. "Estabilización y Crecimiento en el Perú. Una Propuesta Independiente.", GRADE, Lima.

Franco, G. (1990) "Fiscal Reforms and Stabilization: Four Hyperinflation Cases Examined", Economic Journal # 100.

Sargent, T. (1986) "The End of Four Big Inflations", en Hall, R.E.: "Inflation, Causes and Effetcs", Chicago University.

Van Walre de Bordes, J. (1924) "The Austrian Crown", P.S. King and Son, Londres.

Dancourt, O. y Yong, I. (1989) "Sobre la Hiperinflación Peruana", Economía, vol. XII, # 23, Lima

Damill, M. y Frenkel, R. (1989) "Hiperinflación y Estabilización. La Experiencia Argentina Reciente", CEDES, Buenos Aires (mimeo).

Cagan P. (1985) "Coments" en Williamson, J. "Inflation and Indexation", Institute of International Economics, Washington.